

株主行動を利用した CSR の実践

— ESG 投資に纏わる三題噺 —

上 田 純 子

1. はじめに

大規模公開会社の社会的公器たる側面から、「企業の社会的責任 (Corporate Social Responsibility; CSR)」が諸学の研究関心を惹くようになって久しい。CSR の明確な概念化・規範化は困難であるが、一例として、「組織の決定および活動が社会および環境に及ぼす影響に対して、健康および社会の繁栄を含む持続可能な発展への貢献等の透明かつ倫理的な行動を通じて組織が担う責任」との定義づけ¹が試みられている²。この CSR を

-
- 1 日本規格協会編・ISO/SR 国内委員会監修『日本語訳 ISO26000：2010—社会的責任に関する手引』日本規格協会（2011年）。ISO 26000において企業を含む組織の社会的責任は次のように定義されている。
組織の決定および活動が社会および環境に及ぼす影響に対して、次のような透明かつ倫理的な行動を通じて組織が担う責任：
 - 健康および社会の繁栄を含む持続可能な発展への貢献
 - ステイクホルダーの期待への配慮
 - 関連法令の遵守および国際行動規範の尊重
 - 組織全体に統合され、組織の関係のなかで実践される行動
 - 2 企業の社会的責任については、企業といえども社会における存在であるゆえ、社会に対してさまざまな「責任」（法的な責任ではなくてより広い意味での責任）を負うというような広い概念で使われるというのが一般的な感覚ではないかと思われる（たとえば、神田秀樹「企業の社会的責任をめぐる規範作成—日本経団連の企業行動憲章や OECD の多国籍企業行動指針を例として—」中山信弘編集代表＝藤田友敬編『ソフトローの基礎理論』有斐閣（2008年）154頁）。なお、

投資家行動の規律づけによって実現しようとするのが、社会的責任投資 (Socially Responsible Investment; SRI) である³。

欧米各国の社会的責任投資の発展動向については、すでに多くの先行文献によって紹介されている。彼の地域において何らかの投資行動の規律づけがみられるようになるのは、1920年代のアメリカにおいて、キリスト教団体が教会の資産運用の際に、宗教的価値観や教義に反する企業を投資対象から外した (ネガティブ・スクリーニング) 頃からである。一般には、これが社会的責任投資の嚆矢であるとされている⁴。その後のアメリカにおける社会的責任投資の流れは、大雑把に言えば、1930年代の大恐慌、1960年代のベトナム反戦、消費者運動、雇用におけるマイノリティ差別や公害問題というような社会事象に呼応して、株主権行使を通じた株主運動のためになされたといえる。1970年代に入ると SRI 投資信託が登場するようになった⁵ (やや遅れて、ヨーロッパにおいても、SRI 投資信託が誕生している)。他方、ヨーロッパにおける CSR はフランスを中心に各国で進んでおり、2000年代に入ってから、欧州連合 (European Union; EU) が強力に推進している。たとえば、2000年3月のリスボン会議においては、「経済成長、競争力や社会正義が相互に補強しあう社会の実現、EU 諸国が世界で最も包括的で競争力のある社会を実現すること」

CSR の規範的意義について、野田博「社会的責任を意識した企業活動の拡大・支援と法—英国における CSR 論議を中心として」布井千博ほか編『川村正幸先生退職記念論文集 会社法・金融法の新展開』中央経済社 (2009年) 355頁以下。

- 3 たとえば、秋山をねほか (座談会)「いまなぜ CSR なのか」法律時報 76 巻 12 号 (2004 年) 12 頁以下。SRI をシンプルに「社会的責任を果たす企業を支持する投資」と定義するものとして、首藤恵「機関投資家のコーポレート・ガバナンスと社会的責任投資—英国の経験—」経済学論集 43 巻 3・4 号 (2003 年) 169 頁以下、177 頁。
- 4 仮屋広郷「社会的責任投資に関する一考察」一橋法学 4 巻 2 号 (2005 年) 411 頁以下、三和裕美子「機関投資家による社会的責任投資 (SRI) と企業の社会的責任 (CSR)」明大商学論叢 87 巻 1-4 号 (2005 年) 183 頁以下、鷹巢信孝「法律学から見た『企業の社会的責任』—義務と責任の区別・関連性— (一)」佐賀大学経済論集 50 巻 1 号 (2017 年) 151 頁以下、ほか。
- 5 仮屋・同上 416 頁。

との目標が採択され、CSR を通じて当該目標を達成することが宣言された。EU は、2001 年にグリーンペーパー、2002 年には「持続可能な発展へのビジネスの貢献」に関するコミュニケーション・ペーパーを相次いで発表し、企業の内部的要因によるアプローチ（倫理に基づく経営をはじめとする社会的責任統合マネジメント、人的資源管理や人材投資など労働生活の質の向上確保、取締役会の説明責任などを含む）、および、外部的要因に基づくアプローチ（雇用問題、社会的責任監査、エコ・ラベルやソーシャル・ラベルなどの制度の確立、SRI の促進など）の両面を含めた総合的視点からの CSR の発展を提言している。2003 年の会社法現代化に向けたコミッションのコミュニケーション⁶には、EU のアクション・プランのひとつとして非財務情報の開示が掲げられ⁷、翌 2004 年には、マルチ・ステイクホルダー・フォーラムが開催され、CSR 勧告が採択された⁸。

1990 年代以降、CSR は、国際機関による規範の策定を通じて重点的取組課題として推進された。たとえば、1998 年の国際労働機関（ILO）による「労働における基本的原則及び権利に関する ILO 宣言」、2000 年の国際連合（以下「国連」という。）グローバル・コンパクトや経済協力開発機構（OECD）による「OECD 多国籍企業ガイドライン」に加え、非第三者認証基準ではあるが、2006 年に社会的責任に関する国際標準化機構の ISO26000 が採択されている。こうした国際的なイニシアティブには枚挙のいとまがないが、2010 年代の成果として、国連主導の「ビジネスと人権に関する指導原則」（2011 年）、「パリ協定」（2015 年）、および、「SDGs（持続可能な開発目標）」（2015 年）は、特筆される。

6 Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward, COM (2003) 284.

7 Communication as above, p.19.

8 European Multi Stakeholder Forum on Corporate Social Responsibility Results – June 2004: final Forum report (http://www.indianet.nl/EU-MSF_CSR.pdf（最終検索日 2019 年 8 月 31 日。なお、本稿注に引用するすべてのハイパーリンクの最終検索日は、2019 年 8 月 31 日である））。

国際的な指導原則等に則り、1990年代以降、わが国においても、官民でCSRの実践へ向けた検討が進められたほか⁹、1999年のエコファンドや2008年のインパクト・インベストメント債¹⁰のような投資商品も現れた¹¹。金融商品取引法¹²および日本証券業協会の自主規制の整備により2015年に創設された株式投資型クラウドファンディングは、インターネットを通じ個人投資家から幅広く資金調達する仕組みであり、このようなフィンテックの進展に伴う新たな資金調達方法の出現とも相俟って、SRIの意義は今後一層高まっていくであろう。

本稿は、上記の展開を踏まえ、企業に対する投資家行動を、SRIの主題である環境・社会・ガバナンス（Environment, Society and Governance; ESG）に関する①権利行使、②直接的対話、および③情報開示の3つの側面に分け、CSR経営へ寄与するメカニズムとして、投資家行動が有効に機能するために、法制度はいかにあるべきかを検討する。とはいえ、そもそもESGの内実が茫漠としており、具体的にいかなる事項がそのなか

-
- 9 わが国におけるCSR論の展開の詳細については、畠田公明「会社の目的と社会的責任の法理論に関する総論的考察」福岡大学法学論叢 58巻1号（2013年）186頁以下、同『会社の目的と取締役の義務・責任—CSRをめぐる法的考察—』中央経済社（2014年）28頁以下。
 - 10 「予防接種のための国際金融ファシリティ（The International Finance Facility for Immunisation）」(<https://www.iffm.org/>)を発行体とするもので、開発途上国の子どもたちにワクチンを提供することを目的とした債券（ワクチン債）が発行された。
 - 11 なお、わが国におけるSRIの拡大に向けた取組みとして、2010年12月に日本労働組合総連合会により公表された「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」および2011年10月に環境省のイニシアティブにより策定・公表された「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則」が特筆される。わが国のSRIないしESG投資の実態については、須藤秀夫「日本におけるESG投資の進展—公的年金基金が新しい流れを作るか—」西南女学院大学紀要 21巻（2017年）163頁以下。
 - 12 金融商品取引法（以下「金商法」という。）等の一部を改正する法律（2014年5月23日成立）により、非上場会社の株式の勧誘は、発行総額1億円以下、1人当たりの投資額50万円以下の少額のクラウドファンディングに限って可能となった（金商法29条の4、29条の4の2、35条の3、43条の5）。また、日本証券業協会の会員向けに、同協会自主規則「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」（2015年5月19日）も策定された。

に含まれるのか、とりわけ多様な価値観が共存する社会においては不明確である。しかも、企業が事業を通じて ESG 問題に取り組むこと、そして、投資家がかかる取組みを促すことが企業価値を生み出すとの確証があるわけでもない¹³。ただ、曖昧ながら、倫理を彷彿とさせる語は大衆に響くゆえ、ESG に取り組むことがイメージ戦略として企業の収益改善のインセンティブとなりうることは否めない。本稿では、少なくともその限りにおいては、企業が ESG 問題に取り組むこと、そして、投資家がかかる取組みを促すことに企業価値を高めうる効用があると仮定し、議論を進めていく。

以下、2 および 3 においては、投資家と経営者との対話促進のための法制度の検討を行う。2 においては、株主総会を通じた対話の仕組みとして、会社法上保障される議決権および議題・議案提案権に関する諸問題を取り上げ、他方、3 においては、株主総会外での直接的対話に焦点を当て、いずれも ESG 志向の経営を担保する制度として機能する設計を検討する。4 においては、ESG 情報開示の先行的枠組みを有するヨーロッパの状況を概観しつつ、今後の展望を描く。

2. 株主総会を通じた対話

(1) 「物言う投資家」への環境整備

投資に見合うリターンがないとき、損切りをして、投資先企業から速やかに撤退するのが、投資家の合理的行動である。投資先との紐帯あるいは投資高が莫大な場合等、投資回収利益以上に優先順位が高い価値または物理的困難等があって組織からの離脱が制約されるのでもない限り、投資先に居座り、企業ひいては自己の収益改善のために努力を続けるのはコストに見合わないからである¹⁴。年金基金等の機関投資家は、まさに、膨大な

13 なお、企業価値および株主利益最大化の観点から CSR を考察するものとして、大杉謙一「会社は誰のものか—株主利益最大化と短期主義批判、会社の社会的責任（CSR）に関する覚書」飯田秀総ほか編『落合誠一先生古稀記念 商事法の新しい礎石』有斐閣（2014年）3頁以下。

14 A. O. Hirschman, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (Harvard University Press, 1970), 15-18, 21-22,

資金をインデックス運動のパッシブ運用に充てており、インデックス運動性の確保のため売却という選択肢をとることができない。必然的に、企業経営への関与を志向せざるを得ないわけである。とりわけ、確定給付型の企業年金にあっては、事前に積み立てた資産を将来の給付に備える、事前積立方式によりつつ、加入者が拠出した資産は、加入者が存命する限り長期にわたり配分されることとなるため、より効率的な運用によって年金資産の価値を高めることが求められる¹⁵。そのため、株価の下落を招くような経営判断を監視すべく、投資先に株主として直接または運用機関等を介して「発言」せざるを得ない。1999年に厚生年金基金連合会（現・企業年金連合会）が「厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会報告書」をまとめたのを皮切りに、年金基金のみならず、資産運用に関わる投資顧問業者等の機関投資家も含め、受託者責任に基づく適正な議決権行使の検討が加えられたのも、「発言者」としての責任を自覚してのものである。

機関投資家の株主行動にも具体的な変化がみられる。従来、パッシブ運用を行う年金基金等のリラクタント・アクティビスト (reluctant activist)¹⁶、すなわち、「物言わざるを得ない株主」は、ポートフォリオに組み

33-43, 77-79, 101-102 etc. によれば、経営の悪化している会社において株主の選択肢として、経済的解決を図る「退出 (exit)」と政治的解決を図る「発言 (voice)」とがあるが、いずれを選択するかは、一退出が困難で意見表明が自由に行えるような家族という集団においては発言が選択されるというように一、退出と発言との相対関係によって決まる。加えて、忠誠が退出への対立・拮抗要素となる。発言は発言者以外の者に対しても経営改善等の便益をもたらすゆえ、公共財であるが、退出よりコストが嵩む選択肢であるため、通常あまり実行されない。なお、同書の翻訳として、A. O. ハーシュマン (三浦隆之訳) 『組織社会の論理構造：退出・告発・ロイヤルティ』ミネルヴァ書房 (1975年)、A. O. ハーシュマン (矢野修一訳) 『離脱・発言・忠誠：企業・組織・国家における衰退への反応』ミネルヴァ書房 (2005年) がある。

- 15 年金資産の不足に対応するため、2001年に「確定拠出年金法」および「確定給付企業年金法」の二法が施行された。
- 16 アメリカにおける1990年代の機関投資家の実像分析および彼らが reluctant activists と称される所以については、R. C. Pozen, *Institutional Investors: The Reluctant Activists*, *Harvard Business Review* 72: 1 (January-February 1994) 140-149.

込んだ株式の価値を引き上げるために積極的に株主権を行使するファンド等のアクティビスト株主¹⁷とは一線を画してきた。しかし、近年は、アクティビスト・ファンドが株式を取得して大量保有報告書¹⁸を提出すると、投資先企業に対する彼らの株主権行使により経営改革が進むとの市場の観測・期待を呼び、いわゆるちょうちん買いが横行する結果、株価が上昇するという経済効果が認められる。また、かつてはアクティビスト・ファンドによる株主提案権行使というのみでかかる提案に反対票を投じていた機関投資家も多かったが、近年はアクティビスト・ファンドからの増配・自己株式取得等および情報開示の充実等、企業のファイナンスおよびガバナンスの両側面に関する株主共同の利益に資する提案がむしろ多くなっており、機関投資家も提案者の属性ではなく、提案内容を精査したうえで、賛否を決する傾向にある¹⁹。

さらに、従来、アクティビスト・ファンドは、その投資先として、より大きな影響力を行使するため、時価総額が中堅規模の上場会社にはぼぼのを絞っていた。ただ、もともと、アクティビスト・ファンドの株式持分割合は数パーセント程度のことが多く、投資先企業に対する要求実現の可能性を高めるため、他のアクティビスト・ファンドとの協調行動（いわゆるウ

17 2004年頃からわが国でもこのようなアクティビストによる行動、いわゆるヘッジファンド・アクティビズムが顕著になってきた。J. Buchanan, D. H. Chai and S. Deakin, *Hedge Fund Activism in Japan: The Limits of Shareholder Primacy* (Cambridge University Press, 2012). 投資ファンドの株主提案権行使については、田中慎一「株主提案権制度の問題点」西南学院法学 45 巻 3・4号 (2013年) 175頁以下。アクティビスト・ファンドの実態分析として、三和裕美子「ヘッジファンド・アクティビズムと現代企業」経済 255号 (2016年) 66頁以下、山田剛志=井上健「わが国におけるヘッジファンド・アクティビズムに対する法的対応と課題 (1) ~ (10・完)」(2018年) 商事法務ポータル (<https://www.shojihomu-portal.jp/>)。

18 金商法 27条の23ないし 27条の30、参照。

19 山田剛志=井上健「わが国におけるヘッジファンド・アクティビズムに対する法的対応と課題 (7)」商事法務ポータル。株主提案議案への賛成率は近年上昇しており、2018年には、平均賛成率は5.2%であったとされる(鈴木裕「機関投資家と上場企業の関係を変えた『平成』時代」大和総研調査年報 34号 (2018年) 28頁)。

ルフ・パック (wolf pack)) をとることが多かった²⁰。それが、近年、内外問わず、時価総額が大きい企業がアクティビスト・ファンドの標的とされるケースが散見されるようになり、そこでは、機関投資家がアクティビスト・ファンドのキャンペーンへ相乗りすることも多くなってきた²¹。アクティビスト・ファンドが株主間に共通する利益の追求に注力すれば、むしろ、その属性の相違を乗り越え、彼らの行動が同質性を帯びてくるのは必然である。

(2) 議決権行使

周知のように、2014年2月に金融庁・日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会により「スチュワードシップ・コード」(以下「SSコード」という。)が策定され、コードに参加表明した機関投資家に適用されることとなった。コードの実効性については疑念もあるが²²、その原則5は、その指針5-1ないし5-4において、機関投資家に対しスチュワードシップ責任に鑑みた適正な議決権行使の確保および議決権行使結果の公表を義務づけていた。2017年のSSコードの改訂により、機関投資家は、従来通り、議決権行使結果を議案の主な種類ごとに集計して公表すべきであるが、さらに、指針5-3の改訂により、議決権の行使結果を、個別の投資先企業・議案ごとに公表すべきこと、および、可視性を高めるために、賛否の理由を対外的に明確に説明することも求められるようになった。

以上のように、機関投資家の議決権行使を規律づけるとともに、株主の議決権行使を促進するための実務的対応もまた進展している。本稿では取り上げないが、たとえば、株主総会の集中日回避²³、招集通知早期発送、

20 山田剛志=井上健「わが国におけるヘッジファンド・アクティビズムに対する法的対応と課題 (1)」商事法務ポータル。

21 鈴木・前掲注(19) 31頁。

22 たとえば、村田敏一「機関投資家の議決権行使—スチュワードシップ・コード導入の光と影—」商事法務 2175号(2018年) 18頁以下。

23 なお、会社法上、公開会社が株主総会の日程を集中日に定める場合には、取締役会においてその理由も決定しなければならず、招集通知にもその旨を記さな

議決権行使プラットフォーム化²⁴、海外機関投資家を念頭に置いた実質株主判別およびその議決権行使の容易化²⁵等がその例として指摘される²⁶。

(3) 議決権行使の助言および株式投資ベンチマークの見直し

株式投資を行う年金基金、投資信託、あるいは大学寄附基金などの機関投資家に対し議決権行使に関する賛成・反対の推奨を行う ISS やグラスルイスおよびその議決権行使助言指針の存在はよく知られている。両者は 2019 年以降の株主総会に向けた議決権行使助言指針の改定を公表しており²⁷、社外取締役・社外監査役の独立性基準や取締役会の多様性に根差した新たな基準を採用するようである。

他方、2017 年 7 月には、S&P Dow Jones Indices²⁸ および FTSE Russell²⁹ が、議決権種類株式を発行している会社を株式投資ベンチマークの

-
- なければならない (298 条 1 項 5 号、会社法施行規則 63 条 1 号ロ、299 条 4 項)。
- 24 今給黎成夫「議決権電子行使プラットフォームの 10 年と今後の展望について」商事法務 2117 号 (2016 年) 20 頁。
 - 25 全国株懇連合会「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」(2015 年 11 月 13 日)、永池正孝=武井一浩=森田多恵子『『グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン』の解説』商事法務 2088 号 (2015 年) 19 頁、上田純子「わが国上場企業のガバナンスに果たす外国人投資家の役割」法政研究 82 巻 2・3 号 (2015 年) 281 頁以下、森田多恵子=江口大介「議決権行使の実質化と議決権行使助言会社の規律をめぐる動向—欧米の法制的議論と米国証券取引所からの提言—」商事法務 2197 号 (2019 年) 40-41 頁。
 - 26 原発反対派株主による株主総会に関する訴訟事例の分析については、内海淳一「いわゆる社会派株主の活動と株主総会の役割」平成法学 2000 年 4・5 号 (2000 年) 37 頁以下。
 - 27 ISS Asia-Pacific Proxy Voting Guidelines Updates (December 6, 2018) (<http://www.issgovernance.com/file/policy/latest/updates/Asia-Pacific-Policy-Updates.pdf>); GlassLewis, 2019 Proxy Paper Guidelines Japan (http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2018/11/2019_GUIDELINES_Japan.pdf).
 - 28 S&P Dow Jones Indices Announces Decision on Multi-Class Shares and Voting Rules (July 31, 2017) (https://www.spice-indices.com/idpfiles/spice-assets/resources/public/documents/561162_spd.jimulti-classsharesandvotingrulesannouncement7.31.17.pdf).
 - 29 FTSE Russell Voting Rights Consultation-Next Stages (July 2017) (http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Russell_Voting_Rights_Consultation

構成銘柄から除外する方針を明らかにし、また、MSCIも2018年に新たに議決権種類株式発行会社を除外したベンチマークを公表する方針を示した³⁰。

年金基金等は、ベンチマーク構成銘柄であれば議決権制限株式であっても購入せざるを得ないが、市場を通じて株式を取得した株主・投資家がガバナンスに主体的に関わるができない事態は、企業へのエンゲージメントを促進する上記SSコードの趣旨に反し、是正すべきことがベンチマーク提供業者の間でも認識されてきた結果とみられる。これらもまた、多様な市場関係者を巻き込んだ対話のための投資家による適正な議決権行使の環境整備例に数えられよう。

(4) 株主提案権

(a) CSR とのインターフェース

株主と経営者とのコミュニケーション・ツールとしては、株主総会外での直接的対話がより柔軟かつ確実ではあるが、これは発行会社に対し大きな影響力を行使しうる年金基金等の機関投資家にはほぼ限られる。株主の属性に関わらずより汎用性が高いその他のツールとして、会社法によって付与される株主総会に関する各種権利、すなわち、すでに上記でみた議決権のほか、招集請求権³¹、議題・議案提案権³²、質問権³³などを通じてコミュニケーションを図ることが考えられる。ここでは株主のコミュニケーション促進という観点から株主提案権を取り上げる。同権利については、目下、その濫用防止策として提案数と内容の制限が会社法改正項目のひとつとさ

_Next_Stages.pdf).

30 MSCI Will Retain the MSCI Global Investable Market Indexes Unchanged and Launch a New Index Series Reflecting the Preferences of Investors on Unequal Voting Structures (October 30, 2018) (https://www.msci.com/documents/10199/238444/PR_Voting_Results.pdf/0b548379-fbe7-71c7-b392-7140b2215cc9).

31 会社法 297 条。

32 会社法 303 条ないし 305 条。

33 会社法 314 条。

れ、議論喧しいが³⁴、すでに 1981 年の制度導入前から多くの優れた先行研究に接する状況にある。そこで、本稿では、屋上屋を架することにならないよう、SRI との関連でのみ取り上げることとする。上述したように、機関投資家にとっては経営者との直接的対話によるほうがより実りある提言が可能であるため、彼らが株主提案権を行使するのは、むしろ、直接的対話が不毛に終わった場合ともいえる。

SRI といえるかどうか微妙なケースとして、市民運動型株主が、電力会社等の株主総会において、「CSR に基づく事業運営」の章を定款に設けよというような提案を行うことがある³⁵。特定の価値観・正義感の充足のためにわずかな株を購入する彼らに通例投資のインセンティブがあるとは考えにくい。同様に、アクティビスト・ファンドが CSR 関連の提案を行うことがあるが、多数の要求のひとつとしてなされる場合がほとんどであり、純粋に SRI 目的で株主提案権を行使する例は、株主提案権を活発に行使することが実証されている彼らを含めすべての株主群を通じて、それほど多くないといえる³⁶。

- 34 改正点に関する議論等については、比較法研究センター『株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書』（2016 年 3 月）、商事法務研究会会社法研究会『会社法研究会報告書』（2017 年 3 月 2 日）、神田秀樹「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱案」の解説（1）～（8・完）」商事法務 2191 号（2019 年）12 頁以下、2192 号（2019 年）4 頁以下、2193 号（2019 年）4 頁以下、2194 号（2019 年）4 頁以下、2195 号（2019 年）4 頁以下、2196 号（2019 年）4 頁以下、2197 号（2019 年）4 頁以下、2198 号（2019 年）6 頁以下、などを参照。2019 年 1 月 16 日付の「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱案」によれば、株主が会社法 305 条 1 項に基づく議案通知請求権を行使する場合は、議案の個数を 10 に制限し（役員等の選任・解任議案、会計監査人の不再任議案、定款変更議案については、1 と数える）、また、304 条および 305 条に基づき、図利加害等不当な目的により議案を提出することができない旨の規定が新設される予定である。「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱案」については、<http://www.moj.go.jp/content/001279742.pdf>。
- 35 たとえば、商事法務研究会『株主総会白書 2017 年版：コード対応の定着から深化へ』商事法務 2151 号（2017 年）、参照。
- 36 アメリカにおいては、カリフォルニア州職員退職年金基金（California Public Employees' Retirement System; CalPERS）等の経営に大きな発言力を持つ機関投資家株主は、経営陣との株主総会外のより柔軟かつ確実な直接的対話が

第二次世界大戦後間もない1948年の証券取引法制定の際に、同法に基づく委任状勧誘規則が制定され、そこでは、アメリカ法に倣い、株主は、会社が送付する委任状用紙および勧誘資料に会社提案議案に対する自己の反対議案を付記するよう会社に請求することができるとされていた。この規定は翌年の1949年に削除され、代わって、株主の費用により株主提案を各株主に送付する制度が設けられたが、これも1950年の委任状勧誘規則の改正により全面的に削除された³⁷。その後、この制度が復活することはなかった。

1981年に商法中に株主提案権制度が導入された際の立法の趣旨として、明示に、「制度上株主が自らの意思を総会に訴えることができる権利を保障することにより、その疎外感を払拭し、経営者と株主あるいは株主相互間のコミュニケーションをよくして、開かれた株式会社を実現しようとするものである」³⁸と説明されていたことは、提案の成否の帰趨に関わらず、経営者と株主または株主相互のコミュニケーションを円滑にする機能が株主提案権に重視されていたことを物語っている。また、提案の成否の帰趨に関わらず、株主提案権を行使したことによって株主が自らの意見や希望を経営者や他の株主にアピールすることができるという点は、株主提案権制度の開示機能³⁹とも捉えることができる。同制度は、1990年の商法改正によって行使期限が株主総会日の6週間前から8週間前へと前倒しさ

可能であるため、株主権行使は行わない傾向があるが、株主提案権は、そうでない相対的に零細な株主の意見表明手段として、重要な役割を担ってきたとされる(橋本基美「株主提案権にみる日米の株主行動[II]」商事法務1386号(1995年)20頁)。

- 37 亀山孟司「株主提案権—今後の株主総会運営についての一試論—」政教研紀要16号(1992年)104頁、長阪守「日本における株主提案権制度の法的特質と定款変更議案を廻る諸問題(一)」経済理論321・322号(2004年)34頁、酒井太郎「日本の株主提案権制度の現状と諸問題」21世紀商法論壇・第16回国際研討会論文集(2016年)4-5頁。
- 38 稲葉威雄『改正会社法』金融財政事情研究会(1982年)131頁。
- 39 上柳克郎=鴻常夫=竹内昭夫編『新版注釈会社法(5)』有斐閣(1986年)61頁[前田重行]、長阪・前掲注(37)36頁。

れ、2005年の会社法によって、従来の商法の規定⁴⁰の内実を維持しつつも、株主総会の場における議案提案権の明文化とともに非取締役会設置会社⁴¹をも念頭に置いた条文整備が行われ、現在に至っている。

現行の制度を概観すると、上場会社に限っていえば、定款に行使要件を緩和する別段の定めがない限り、6か月以上前から引き続き総議決権の1%または300個の議決権を有する株主は、株主総会の会日の8週間前までに、取締役に対し、一定の事項を株主総会の目的とすることを請求することができる⁴²、および、株主総会の目的である事項について提出しようとする議案の要領を株主に通知することを請求することができる⁴³、さらに、株主（議決権保有要件の制限はない）は、株主総会において株主総会の目的である事項について議案を提出することができる⁴⁴となっている。事前行使および総会での議案通知請求権および議案提案権にはそれぞれ類似の拒絶事由が規定されている⁴⁵。

ところで、1981年の商法改正は、1974年の商法改正を引き継ぐものであり、1974年の商法改正は、1964年から始まった相次ぐ大規模企業倒産（いわゆる40年不況）とその裏に露見した粉飾決算等の企業スキャンダル、第一次オイルショック（1973年）の際の便乗値上げ・狂乱物価の背後にある大手商社の影、あるいは、公害被害の深刻化等を背景に、高度経済成長の担い手であったはずの大規模企業に社会的責任を問う声が強まったことから、大企業のガバナンス抜本改革の側面を有していた⁴⁶。企業の社会

40 旧商法 232 条ノ 2。

41 もともと、有限会社には総議決権の10分の1以上を有する少数社員による総会招集請求権の規定しかなかったが（旧有限会社法 37 条）、会社法に非取締役会設置会社が新設されたことに伴い、当該会社の株主に対しても、行使要件を緩和しつつ（単独株主権、株式保有期間・行使期間制限なし）、株主提案権が付与された。

42 会社法 303 条。議題提案権などといわれる。

43 会社法 305 条。議案通知請求権などといわれる。

44 会社法 304 条。議案提案権などといわれる。

45 会社法 304 条ただし書および 305 条 4 項。

46 上田純子「日本の機関構成への決断」浜田道代編『日本会社立法の歴史的展開』商事法務研究会（1999年）372-373頁。

の責任に照らした株式会社の機関改革が1974年の商法改正に盛り込まれたが、思いがけず難産となった末⁴⁷、企業の社会的責任に関する立法は引き続き追求されることでひとまず落ち着いた。すなわち、衆議院法務委員会は、1973年7月3日に、「会社の社会的責任、大小会社の区別、株主総会のあり方、取締役会の構成及び1株の額面金額等について所要の改正を行なうこと」等の諸点について政府は早急に検討すべきものとする附帯決議を、また、参議院法務委員会は、1974年3月19日に、「現下の株式会社の実態にかんがみ、小規模の株式会社については、別個の制度を新設してその業務運営の簡素合理化を図り、大規模の株式会社については、その業務運営を厳正公平ならしめ、株主、従業員及び債権者の一層の保護を図り、併せて会社の社会的責任を全うすることができるよう、株主総会及び取締役会制度の改革を行うため、政府は、すみやかに所要の法律案を準備して国会に提出すること」とする附帯決議を行った⁴⁸。そのため、1974年商法改正後1981年商法改正に向けた議論の過程でCSRに関する一般規定を導入することの是非が商法学者の間で熱く議論された⁴⁹。

このような立法の経緯あるいは立法の連続性の要請に鑑みると、株主と経営者とのコミュニケーションの円滑化および株主総会活性化の方途として導入された株主提案権制度ではあったが、CSRに照らした株式会社の機関改革の側面がなかったとはいきれないであろう。実際、昭和40年代後半以降の企業の社会的責任ないし企業の公共性を巡る議論においては、株主提案権が企業に社会性・公共性を自覚させ、社会からの批判や期

47 上田・同上 369頁。

48 北沢正啓「会社法根本改正の計画とその一部実現—昭和56年の改正—」浜田編同上書・427頁。

49 竹内昭夫「企業の社会的責任に関する商法の一般規定の是非」商事法務722号(1976年)33頁以下、竹内昭夫『会社法の理論I』有斐閣(1984年)107頁以下、末永敏和『コーポレート・ガバナンスと会社法：日本型経営システムの法的改革』中央経済社(2000年)73-75頁。規定化の前提として企業の社会的責任概念の明確化が試みられ、規定化の対象とされる以上、「法律外的な責任」あるいは「法律的に強制されるわけではないが社会的に強制される責任」ではなく、「社会に対する企業の法的責任」であることが確認されている。

待の認識手段として一定の機能を果たしうる点が指摘され、そのような観点から株主提案権制度の導入が提言された⁵⁰。株主提案権制度の創設にそのような側面があると読み込めるのであれば、それは、投資家にとって、SRI により CSR 経営に投資し、投資リターンを得つつ CSR の成果が現れるのを待つという受動的段階から一歩進んで、自ら CSR を能動的に実践させていく方途となる。

(b) アメリカの株主提案

ところで、先述のように、わが国が第二次世界大戦後短期間導入した委任状勧誘制度はアメリカ法に範をとったものである。アメリカにおける株主提案は、連邦証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission; SEC) 規則上の除外事由に該当しない限り、会社が委任状勧誘資料に株主の提案を含める形で行われる。

1934 年連邦証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) に基づき制定された 1942 年の SEC 規則は、適切な議題の株主提案は、すべて年次株主総会の委任状勧誘資料に含めるものとされていたが、「適切な議題」の判断基準について、本来各州の会社法に委ねられるべき事項ではあるが、州法レベルでの議論が進展しなかったため、SEC が SEC 規則および通牒として公表するに至った (Rule 14a-8)⁵¹。SEC 規則は、年次株主総会の委任状勧誘資料から除外することができる株主提案の内容を定め、会社がこの除外規定に基づいて株主提案を拒絶した場合には、会社は SEC に対し、制裁措置を発動しない旨を記載したノーアクション・レター

-
- 50 河本一郎ほか(座談会)「株主提案権の行使をめぐる諸問題」商事法務 1021 号(1984年)4頁、長阪・前掲注(37)33-34頁。立案経緯等については、元木伸『改正商法逐条解説』商事法務研究会(1981年)3-10頁、高倉史人「昭和56年(1981)商法改正における株主提案権—立法過程の考察を中心に—」高岡法学 19 卷 1-2 号(2008年)68-71頁、参照。
- 51 中原俊明「アメリカ法における株主提案権制度の機能」琉大法学 14 卷(1973年)215頁以下、吉行幾真「取締役の選任に関する株主提案権：米国 SEC 規則改正案を中心に」一橋論叢 133 卷 1 号(2005年)57頁、内海淳一「株主提案権に対するソフトローの意義」松山大学論集 29 卷 1 号(2017年)307頁。

の発行を求めることができることになっている⁵²。

ベトナム戦争期のアメリカにおいては、ナパーム弾を製造・販売しているダウ・ケミカル社 (The Dow Chemical Company) の株主が行った、同社製造に係るナパーム弾の購入者が人類に対して使用しないことを保証しない限り、販売しないと定款変更提案について、SEC が行った委任状勧誘資料から除外できるとする判断の是非が司法審査に服した事案⁵³などが知られる⁵⁴。

1990年代には、株主であるニューヨーク市従業員退職年金基金 (New York City Employees' Retirement System; NYCERS) からクラッカー・バレル (Cracker Barrel) 社に対し性的指向に基づく雇用差別の禁止に関する株主提案がなされたが、当該提案は通常の業務執行に属する事項であるため、委任状勧誘資料から省略できるとする SEC の判断の是非が争われた事例⁵⁵やフィリップ・モリス (Phillip Morris) 社に対する同社株主からの喫煙に伴う精神的利益に関する報告書 (嫌煙家グループが抱くタバコの健康被害への懸念を緩和する目的のため) 作成の提案事例などが知ら

52 内海淳一「日本における株主提案権の射程範囲」松山大学論集 24 巻 1 号 (2012 年)、同・同上 308 頁。

53 *Medical Committee for Human Rights v. Securities and Exchange Commission*, 432 F. 2d 659 (D.C. Cir. 1970), 404 U.S. 403, 92 S. 一般的政治・道徳事項または会社の通常業務に関連しない事項として Rule 14-8 (c) の除外事項にあたることの判断を示した。本事例の紹介については、中原・前掲注 (51) 238 頁以下。

54 アメリカの状況については、森田章『現代企業の社会的責任』商事法務研究会 (1978 年) 126 頁以下が詳細に紹介している (書評として、中村一彦「書評 森田章著 現代企業の社会的責任」民商法雑誌 79 巻 5 号 (1979 年) 770-771 頁)。また、近時の状況については、吉行幾真「米国における株主提案権に関する一考察：プロキシ・アクセスに着目して」名城法学 63 巻 2 号 (2013 年) 35 頁以下、同「株主提案権とプロキシ・アクセス」名城法学 64 巻 1・2 号 (2014 年) 343 頁以下、同「米国におけるプロキシ・アクセス元年」名城法学 66 巻 3 号 (2016 年) 321 頁以下、など。

55 *New York City Employees' Retirement System United States Trust Company and Women's Division of the Board of Global Ministries of the United Methodist Church v. Securities and Exchange Commission*, 45 F. 3d 7 (2d Cir. 1995). See e.g., P. L. Stanton, *SEC Reverses Cracker Barrel No-Action Letter*, *Washington University Law Quarterly*, 77:3 (1999), 979-992. 判決では、SEC の判断を恣意的とする NYCERS の主張が退けられている。

れる。1990年代のアメリカにおいては、アクティビスト株主からの提案の約半数を環境や雇用などの社会問題に関するものが占めていたとされる⁵⁶。

(c) 市民運動型株主と CSR

株主提案権に関する実証研究⁵⁷によれば、わが国における株主の集団行動による提案権行使は、とくに電力会社に対する社会運動の一環としてなされることが指摘されている⁵⁸。すでにこのような電力会社株主・運動型株主による提案権行使の実態は以前から指摘されており⁵⁹、たとえば、2013年6月の東京電力ホールディングス株式会社の株主総会においては、史上最多の株主数 348 名、議決権数 3536 個をもって、原子力発電所の廃止を定款規定として盛り込む旨等を議題・議案とする提案権が行使された。彼らの提案の特徴は、そのほとんどが定款変更議案であることである⁶⁰。すなわち、会社の業務執行に関する一定の事項を株主総会決議によって強制または制限することができる旨の定款変更議案を株主総会に提出するのである。

定款変更による株主総会の決議事項の拡張については、従来から、これを自由に広げることができるとする「無限定説」、取締役の裁量的判断に

56 亀山・前掲注(37) 98頁、橋本・前掲注(36) 18-19頁。

57 久多里桐子「わが国における株主提案の現状」北九州市立大学商経論集 53 巻 1-4 号(2018年) 47頁以下。議決権行使結果については「株主総会関連データ」(日本経済新聞社)を、企業の基礎情報については「NEEDS-FinancialQUEST」(日本経済新聞社)を、株主総会招集通知については「eol」を用いて、独自に統計処理を施したものである。

58 久多里・同上 48頁。

59 中西敏和「株主提案権制度の変化と総会実務への影響」資料版商事法務 337 号(2012年) 14頁など。

60 長阪守「日本における株主提案権制度の法的特質と定款変更議案を廻る諸問題(二)」経済理論 323 号(2005年) 24-25頁、久保大作「社会的目的による株主提案権の行使—試論—」黒沼悦郎=藤田友敬編『江頭憲治郎先生選歴記念 企業法の理論(上巻)』商事法務(2007年) 501頁以下、田中・前掲注(17) 174-175頁。

馴染む事項についてはできないとする「限定説⁶¹」、および、大規模会社については、決議したとしても勧告的性質を有するに留まるとする「勧告説」があった⁶²。

会社の業務執行に関する権限の一切を株主総会の決議事項とする定款変更議案⁶³は、会社法上の機関権限の分配に反する⁶⁴ため、法令違反の議題・議案提案権の行使となる可能性がある⁶⁵と解される⁶⁵一方で、取締役会設置会社における株主総会の権限を限定する会社法 295 条 2 項は、取締役会設置会社における株主の合理的意思を反映させたものにすぎず、株主はなお自らの選択により株主総会の権限を拡張することができる⁶⁶と考えることもできる。少なくとも、会社の業務執行に属する一定の事項について、株主総会決議によって強制または制限することができる旨の定款規定を設けることを株主が欲するのであれば、定款自治の観点からこれを妨げる理由はない。そして、取締役は、株主総会決議遵守義務⁶⁶を通じて、当該定款変更決議に拘束されることになる。

株主提案権の濫用も問題とされる。確かに、市民運動型株主の提案権行使においては提案数も多くなりがちである⁶⁷。現行の 300 個の議決権保有

61 ちなみに、この点に関連して、判例は、取締役会設置会社である非公開会社において、取締役会の決議によるほか株主総会の決議によっても代表取締役を定めることができる旨の定款の定めを有効としている（最判平成 29 年 2 月 21 日民集 71 卷 2 号 195 頁）。

62 森田章「提案権による株主提案の範囲—勧告的提案の可能性—」『上柳克郎先生還暦記念 商事法の解釈と展望』有斐閣（1984 年）63 頁。

63 1979 年 6 月開催に係る阪神電気鉄道株式会社の定時株主総会においては、場外馬券売場増設に反対する地域住民が「会社の重要な業務執行について株主総会が決議することができる」との定款規定新設議案を提出した。

64 会社法 295 条 2 項、362 条 2 項 1 号。

65 会社法 304 条ただし書、305 条 4 項。

66 会社法 355 条。

67 2010 年度から 2015 年度までの電力会社における累計提案数は累計社数 47 社当たり 399 個で、一社平均 8.5 個の株主提案を受けていることになる（電力会社では、株主提案数および社数ともに顕著な経年増加はみられない）（久多里・前掲注（57）51 頁）。これらの提案のすべてが市民運動型株主によるものかどうか、および、株主 1 人当たりの提案数はどれだけのものかは不詳であるが、その相当数が当該株主からのものであると推測される。

要件は、1981年の株主提案権制度導入時に比べ、投資単位が引き下げられ、投資時価にして最低1500万円程度の拠出で済む⁶⁸ことから、個人株主であっても権利行使への有効なハードルとはならない⁶⁹。また、会社法304条ただし書および305条4項のいわゆる泡沫提案対策としての拒絶事由、すなわち、提出された議案が「実質的に同一の議案につき株主総会において総株主の議決権の10分の1以上の賛成を得られなかった日から3年を経過していない」こともまた、議案否決時と再提案時の会社の状況が異なっている場合であれば、同一議案の再提出とみることができる場合であったとしても、実質的に同一内容の議案であるとはいいきれず、拒絶事由には該当しないことになり⁷⁰、また、実務としても、とりあえず株主総会に付議して否決したほうが法的リスクを回避できるので⁷¹、結局のところその存在意義を発揮できていない。そこで、前述のように提案件数および提案内容に制限をかける方向での改正が進んでいるわけである。SRIに参加する投資家であれば、提案内容を明確に絞ることができるのであり、濫用規制がさらなるハードルとなるとは思われない。

3. エンゲージメントとしての対話

SSコードは、冒頭において、「スチュワードシップ責任」につき、資産保有者と資産運用者で構成される機関投資家が、投資先企業やその事業環境に関する深い理解に基づき、建設的な「目的をもった対話」を通じて、当該企業の企業価値向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的なリターンの拡大を図る責任を意味するとする。機関投資家に

68 たとえば、東京証券取引所有価証券上場規程445条、参照。

69 法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会第3回会議（2017年6月21日開催）議事録54頁（古本委員発言）。会社法改正に関する議論には、この300個要件を引き上げることにより、濫用的行使が相当程度解消できるとするものもあった（たとえば、商事法務研究会会社法研究会・前掲注（34）14頁）。

70 江頭憲治郎＝中村直人編著『論点体系 会社法2』第一法規（2012年）442-443頁〔松井秀樹〕、田中・前掲注（17）187-188頁、酒井・前掲注（37）9頁。

71 長阪・前掲注（60）40頁。

は、この「スチュワードシップ責任」を果たすために、投資先企業の状況を把握することが義務づけられているが、機関投資家が把握すべき状況のなかには、社会・環境問題等の非財務事項に関するガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会に関する状況も含められている⁷²。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）をはじめとする代表的な公的年金運用機関がSSコードへの参加を表明し、エンゲージメントによる投資先のガバナンスへの直接的参画を基礎づける枠組みが成立した。GPIFは、2014年3月にエンゲージメントファンドを採用し、2015年4月には5カ年中期投資計画にESG投資の検討を盛り込んだという⁷³。

少し遅れて2015年3月に金融庁および東京証券取引所が公表した「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(以下「CGコード」という。)は、その冒頭において、コーポレートガバナンスを、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえたうえで、透明・公平かつ迅速・果敢な意思決定を行う仕組みと意味づけている。そして、会社に対し、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ（持続可能性）を巡る課題について、これを重要なリスク管理の一部と認識し、適切な対応を行うべきとしている⁷⁴。CGコードは会社（ないしはその取締役会、経営陣、監査機関等）を名宛人とするものであるが、会社が、SSコードに基づく機関投資家と企業との間の建設的対話によって中長期保有を目的とする株主との間でパートナーシップのさらなる充実を図ることを可能とする枠組みである⁷⁵。

機関投資家と経営者との直接的対話の枠組みは、上記のダブルコードに委ねられているといえる⁷⁶。会社法によって付与される株主権を行使する

72 原則3、指針3-3。

73 三和裕美子「国内外の機関投資家のエンゲージメント活動に関する考察—機関投資家へのヒアリング調査をもとに—」明大商学論叢98巻3・4号（2016年）155頁。

74 基本原則2、原則2-3、補充原則2-3①。

75 三和・前掲注（73）155頁。

76 なお、金融庁は、2018年6月1日付で、ダブルコード下の企業と機関投資家

前段階において、経営者とインフォーマルな形で対面協議することにより、状況に応じた柔軟かつ率直な意見交換が可能となり、相互不信の解消あるいは協調体制の確立等を通じ、より実効性あるガバナンス改善の成果が望めるように思われる。他方、株主の権利行使には、要件に従った硬直的な対応しか望めず、仮に権利行使の結果、株主の要求が通ったとしても、権利行使の効果の射程において ESG ガバナンスの実施が可能となるにすぎない。

SS コードの適用対象は受入表明者に限定され、コードの原則に違反してもサンクションはない。とはいえ、機関投資家と一口にいても、資産保有者もいれば資産運用者もあり、また、投資先企業も、産業、業種、業態、規模、資本構成、あるいは機関設計などの側面において、多様である。必然的に、機関投資家と経営者との関係性・距離も区々とならざるを得ない。より実効性を発揮しうる発言を行うためには、自由度の高い場が求められる。すなわち、少なくとも当面は、コードに委ねるのが現実的かつより実効性ある選択肢と考えられる。

4. 投資家に向けた ESG 情報の開示

(1) EU および加盟国における非財務情報の開示

最後に、SRI の投資判断要素として不可欠な ESG 情報の開示の枠組みについてみてみよう。いわゆるサステナビリティ・レポートの件数は 2007 年を境に欧米において急増しており、2015 年にはアメリカで S & P 500 インデックス構成会社の約 60%、ヨーロッパで EuroStoxx 600 インデックス構成会社の約 80% が報告書を作成・公表するに至っている⁷⁷。

が重点的に議論すべき事項を具体的にとりまとめた実務指針として、「投資家と企業の対話ガイドライン」を公表している。

77 H. Stolowy and L. Paugam, *The Expansion of Non-financial Reporting: an Exploratory Study*, *Accounting and Business Research*, 48:5 (2018), 525-548, DOI: [10.1080/00014788.2018.1470141](https://doi.org/10.1080/00014788.2018.1470141). S&P 500 および EuroStoxx 600 インデックス構成会社（アメリカ領土内に事実上の本店を有しないアメリカ

法定開示義務のモデルとしては、EU およびその一部加盟国の例が参考となる。

非財務情報の開示がEUのアクション・プランのひとつとされていたことは、すでに本稿冒頭で指摘した。当該アクション・プランに従って2013年に採択されたEU会計指令⁷⁸においては、所定の事業体（undertakings; 株式会社および株式会社を構成員とする組合等⁷⁹）に対し、年次財務諸表および経営者報告の作成を義務づけ、前者においては、資産・負債、財務状況、損益に関する真実かつ公正な概観を記載すること、および、後者においては、事業の展開、業績、事業体の状況の公正な概観を主要リスクおよび不確実性ととも記載すべきことを規定していた（連結対象会社との連結財務諸表についても同様⁸⁰）。とりわけ、後者においては、事業体における事業の展開、業績、または、状況に関する範囲で、適切な場合には、特定事業に係る主要な財務的および非財務的業績指針として、環境および従業員に関する分析を含めなければならず、それらは年次財務諸表中の数値と紐づけられていた⁸¹ことが注目される。

2014年には、「大規模事業体・グループ事業体の非財務・多様性情報の開示に関する指令」（以下「非財務報告指令」という。）⁸²が採択され、

社を除く)での2002年から2015年までの期間に作成された件数を比較すると、2002年には、いずれも対象会社の10%以下にすぎなかった作成件数が2015年には、S&P 500では60%超、EuroStoxx 600では80%超に急増していることが示されている。2007年に急増したのは、前年に公表されたGRI G3 reporting guidelines(GRIガイドライン第3版)の影響によるものと推察される。

78 Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on the annual financial statements, consolidated financial statements and related reports of certain types of undertakings, amending Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC (hereafter referred to as Accounting Directive).

79 Article 1, Annexes I and II of Accounting Directive.

80 Articles 4-8, 19 and 20 of Accounting Directive.

81 Article 19 of Accounting Directive. 年次財務諸表の数値を参照し、または、それらに付加的説明が加えられる形で両者は統合されていた。

82 Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of

2013年の会計指令における上述の非財務分析に係る規定の特則として、公益的事業体⁸³であり、かつ、貸借対照表作成に係る事業年度の平均従業員数が500名を超える大規模会社⁸⁴について、上記非財務指針、すなわち、環境、社会、または従業員に関する事項を最低限含みつつ、人権、腐敗防止、または、賄賂に及ぶ事項の経営者報告における記載が義務づけられることとなった⁸⁵。当該規定が適用される大規模事業体にあつては、①当該事業体のビジネス・モデル、②非財務事項に関する事業体の方針・実績、③非財務事項に関するリスク・リスク管理方法、および、④特定事業に係る非財務的主要業績指針の記載が義務づけられている⁸⁶。記載が義務づけられる非財務事項のうち当該事業体の方針を掲げていない事項がある場合には、当該事業体には、方針を掲げていないことの理由を明記することが義務づけられる⁸⁷ (comply or explain)。

もともと、非財務事項の範囲は広範であり、かつ、その具体的記載方式について改正指令はほとんど定めていないことから、対象となる事業体には、国連やOECD等国際機関、あるいは、ISO26000等民間機関が策定した原則や指針等の参照を推奨しつつ、コミッション自身も、2017年6月に、「環境・社会情報開示ガイドライン (guidelines to help companies

non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups (hereafter referred to as Non-financial Reporting Directive). 履行期限は2016年12月6日であり、2017年1月1日または2017暦年中に開始される事業年度から適用される (Article 4 (1) of Non-financial Reporting Directive)。

83 コミッションによると、公益的企業体とは、事業内容に関わらず上場会社、および、銀行、保険会社、加盟国当局により公益企業と指定された会社とされる (https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting_en)。

84 コミッションの試算によると、EU域内において約6000社が適用対象となるとされる (https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting_en)。

85 Article 1 of Non-financial Reporting Directive. 会計指令19条に19a条を新設する旨を規定する。なお、連結対象会社との連結非財務報告に関しても同様の規定が設けられ、会計指令29条に29a条が新設される。

86 Article 1 of Non-financial Reporting Directive (as Article 19a (1)).

87 Ibid.

disclose environmental and social information)」⁸⁸を、さらに2019年6月に2017年のガイドラインを気候変動事項に関し補足する「気候関連情報報告ガイドライン (guidelines on reporting climate-related information)」⁸⁹をそれぞれ公表し、実務の便宜を図っている⁹⁰。

EUにおいて非財務情報の開示が進展した背景には、持続可能な社会の実現に向け気候変動リスクが全産業レベルにおいて事業上の脅威となっており、排出規制等の国際的な取組みが推進されてきたこと⁹¹に加え、加盟国において財務報告内の重要な社会・環境情報の開示の実務が広範に浸透してきたことが指摘される⁹²。たとえば、フランスはEU域内のCSR先進国かつロール・モデルであり、1970年代には所定の従業員規模⁹³を有する事業所に対し134もの従業員関連事項の開示を義務づける立法⁹⁴を行い、2001年以降当該立法を下敷きにESGの開示事項を充実させてきた⁹⁵。イギリスにおいても、非財務報告指令が採択される前の2013年の

88 Communication from the Commission: Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information) (2017/C 215/01).

89 Communication from the Commission: Guidelines on non-financial reporting: Supplement on reporting climate-related information (2019/C 209/01).

90 コミッションは、履行期限までに、ガイドラインを公表しなければならない (Article 2 of Non-financial Reporting Directive) とされているが、半年ほど遅れた模様である。また、コミッションは、2018年12月6日までに、適用範囲 (とりわけ、非上場事業体を対象に含めるか否か)、有効性、ならびに、ガイドラインおよび方法の水準を含む指令履行に関する報告書を欧州議会および理事会に提出しなければならない。場合によっては、同時に立法提案を行う (Article 3 of Non-financial Reporting Directive)。もっとも、本稿執筆時点 (2019年8月) で当該報告書は未だ公表されていないようである。

91 1992年に採択された「気候変動に関する国際連合枠組条約 (United Nations Framework Convention on Climate Change)」に基づき開催される締約国会議 (COP) では、京都議定書 (Kyoto Protocol, 1997)、パリ協定 (Paris Agreement, 2015) などの採択により、温暖化対策が段階的に進められてきた。

92 宮本京子「財務報告における ESG 情報の開示と監査・保証はどう進化しているか」会計・監査ジャーナル 767号 (2019年) 109頁。

93 300名を超える従業員を擁する会社が対象とされた。

94 Loi n° 77-769 du 12 juillet 1977 relative au bilan social de l'entreprise.

95 フランス商法 (2018年改正後) L.225-102-1 第3項。

段階で、会社法下の財務報告基準⁹⁶において、すでに ESG 情報を財務報告へ含めることが義務づけられていた。時期を同じくして、2015 年のイギリスの現代奴隷法 (Modern Slavery Act 2015) を皮切りに、加盟国において企業に人権デュー・デリジェンスの実施 (人権リスクに関する内部統制の構築・運用) を義務づける立法も相次いでなされており、ヨーロッパにおいて企業と人権の問題について関心が高まっていることがわかる。

なお、財務報告の内容の拡充・変容に伴い、従来の財務諸表監査の枠組みで捉えきれない信頼性担保の仕組みが必要となる。社会・環境情報を主題情報とする信頼性担保の仕組みとして監査の上位概念とされる保証業務が生まれ、フランスでは、商法上、財務報告における社会・環境情報の誠実性について第三者機関による検証義務が規定されている。かかる検証の義務づけは、いわば法定保証制度といってよい⁹⁷。また、オランダおよびイギリスでは、保証制度は義務づけられていないものの、実務に広く浸透しつつある。たとえば、オランダでは、2017 年にユーロネクスト・アムステルダムに上場するトップ 25 銘柄の発行会社のうち外国会社を除く 22 社中 71.4%が、経営者報告中の社会・環境情報に保証を受けているという⁹⁸。その多くで、財務諸表監査の実施責任者が保証業務の実施責任者をも担っているとされる⁹⁹。

わが国においても近年タイトルや形式はさまざまであるが CSR レポートを作成する企業が増え、さらに、CSR レポートに保証を受けるものも漸増している¹⁰⁰。わが国における法制度的対応として、投資家の投資判断の一助とすべく、EU 指令に学び、企業の非財務情報を有価証券報告書¹⁰¹

96 当時は、戦略的報告書 (Strategic Report) と呼ばれ、開示事項も EU 非財務報告指令履行後ほど詳細に定められていなかった。

97 フランス商法 (2018年改正後) L. 225-102-1 第5項、国务院デクレ2012-557号。

98 宮本・前掲注 (92) 113 頁。

99 宮本・同上 113 頁。

100 宮本・同上 115 頁注 (23) によれば、2016 年度のデータではあるが、日経売上高ランキング上位 100 社中 95 社が CSR レポートを公表しており、さらにそのうちの 33 社が社会・環境情報に対する保証を受けているとされる。

101 金商法 24 条。

において開示させることも一案として考えられなくもない。もっとも、当面は、有価証券報告書とは別に、CSR レポート等の任意の書式において、社会的優先課題に向けた企業の事業上の取組みを自発的に報告させ、保証を受ける実務を浸透させていくほうが、企業間に規範意識を醸成させやすいかもしれない。

(2) ESG 格付

企業による非財務情報の開示との関連で、ESG 格付 (ESG Rating) の実務が誕生してきていることを付言しておきたい。

ESG 格付とは、財務情報に基づく信用格付とは異なる、非財務情報を用いた発行会社の格付である。ESG 投資を行う投資家にその判断材料を提供することで、投資における的確なスクリーニングが可能となる。

SustainAbility という民間会社¹⁰²が公表している「格付機関を格付けする 2019 年版 : ESG 格付に関する専門家の見解 (Rate the Raters 2019: Expert Views on ESG Ratings)¹⁰³」によれば、投資アドバイザー業務、データベース作成業務等を行う既存の業者が開示非財務情報を分析したうえで ESG 格付を行っているようである。

上記 SustainAbility の調査によれば、格付に用いるデータソースの信頼性、評価指標となった主題設定の適切性、および、評価の公正性 (企業規模、地域、産業等に由来する偏向の有無) の観点から格付の質的担保が未だ十分でない現状が指摘されている。ESG 開示が財務報告並みに一般化し、格付実務が進展すれば、格付ないし格付業者に対する利用者の信頼度も自ずと向上するものと思われるが、その段階になれば、格付業者への法的サンクションをもって、格付情報の質的担保を図ることも考えられる

102 1987 年に 2 名の市民運動家により設立され、ロンドン、ニューヨーク、およびサンフランシスコを拠点に持続可能な社会の実現に向けて精力的に活動している民間会社とされる (<https://sustainability.com/who-we-are/our-story/>)。

103 <https://sustainability.com/our-work/reports/rate-raters-2019>.

であろう¹⁰⁴。

5. おわりに

以上、本稿は、環境・社会・ガバナンスを投資の主題とする ESG 投資に焦点を当て、株主総会内外での対話および投資の判断を基礎づける情報開示の側面から、問題点を拾い上げ、検討してきた。これらの問題点のなかには、古典的論点もあれば、実務先行により法的論点化が遅れているもの、あるいは、法律論に馴染みにくいものなどが混在し、多岐にわたっていることがわかる。これらを今後整理し、何が法律論として捕捉でき、どの法律分野の議論に最も馴染むのかを見極めたうえで、法形態の如何を問わず、スタンダード化が望ましいものについては、早急に対応していかなければならない。

上記文脈からする本稿の課題として、従来の研究成果を踏まえたうえで、大規模公開会社のガバナンスおよびファイナンスに関し、企業の中長期的価値向上および社会の持続可能性を価値規範とする新しい時代に相応しい解釈論ないしは立法論を構築・展開していかなければならないと考えている。たとえば、ESG 投資促進の観点からする、投資家向けの情報開示のあり方、投資手法におけるフィンテックの活用と想定されうる法律問題、機関投資家の議決権行使および直接的対話の促進に向けた実効性ある法枠組みのさらなる検討などが必要になると思われる。むしろ、上記の検討は、ESG 投資が CSR 経営を通じて企業価値を高めること、ひいては、国民経済との調和のもとに社会的共通価値の実現目標を達成しうることを前提とするものであるから、同時に、基礎的研究として、ESG 投資と投資先の ESG ないし CSR 経営へのインパクト、および、目標とされる CSR 項目(た

104 従来の財務報告に基づく信用格付に関しては、EU が法的規制を設けており、同様の規制を課すことが考えられる。信用格付機関に対する法的規制に関する EU およびドイツの状況については、久保寛展「格付機関の役割と法的規制：EU 法およびドイツ法の視座」福岡大学法学論叢 62 巻 4 号（2018 年）835 頁以下。

論 説

たとえば、環境対策や従業員福祉の進展)の実現可能性について解明することが必至となる。今後の実務の進展を注視しつつ、本稿で取り上げた問題点への考察をさらに発展させていくことを期し、本稿の結びとしたい。